

רון כהן יעוץ ושמאות משרד שמאות ויעוץ בנדל"ן

הקווים המנחים של EPRA

העמותה האירופית לנדלן ציבורי (EPRA (European Public Real Estate Association היא ארגון של חברות נדלן מניב, ריטים ומשקיעים מוסדיים שפעילים בשוק האירופי. חברות בה גם ארבע חברות נדלן ישראליות-

Azrieli Group-
Melisron-
Amot Investments-
G City-

ארגון EPRA מפרסם קווים מנחים לדיווחים פיננסיים ולא פיננסיים של החברות (לא פיננסיים הם בעיקר דיווחי ESG וקיימות) ואף סוקר ומפרסם פעם בשנה את מידת הציות של חברות הארגון לקווים מנחים אלה.

לגבי הדיווחים הפיננסיים, לא מדובר בהתערבות בדוחות הכספיים עצמם, שתמיד ייערכו לפי IFRS, אלא בדוחות שנוספים לדוח השנתי של החברה, הידועים בישראל בתור "דוח ברנע". EPRA ממליצה על שורה של מדדי ביצועים שיש לכלול בדוחות אלה, על מנת להבהיר טוב יותר למשקיעים את ביצועי החברה ועל מנת לאפשר השוואה בין ביצועי חברות שונות. בישראל, חלק מהחברות נוהגות לפרסם מדדים כאלה שפותחו באופן עצמאי, דוגמת שיעור ההיוון המגולם בנכסים שלהן. ואולם המדדים הישראלים כנראה לא תואמים במלואן את הנחיות EPRA.

חברות הנדלן שחברות בארגון מדורגות לפי מידת הציות שלהן וזכות כל שנה למדליית זהב, נחושת, או ארד, או שלא זכות לדירוג כלל. את הדירוג מבצעת עבור EPRA פירמת Deloitte בגרמניה. נכון להיום, אף אחת מחברות הנדלן הישראליות, שהן חברות חדשות יחסית בארגון, לא זכתה בדירוג.

להלן ננסה לתאר תחילה את מדדי הביצועים המומלצים על ידי EPRA. בעתיד נכתוב גם על דיווחי ESG.

הערה- הקווים המנחים של EPRA מתאימים יותר לשוק הישראלי מאלה שמקובלים בארצות הברית, משום שבדומה למצב בישראל החברות האירופיות מדווחות לפי IFRS.

EPRA Earnings

נפתח ב EPRA Earnings, שדומה ל- FFO עליו נוהגות לדווח חברות הנדלן בישראל. ההבדל ביניהן נעוץ בכך ש- FFO פותח על ידי הארגון האמריקאי המקביל Nareit ומתאים לכללי חשבונאות מקובלים בארה"ב, בעוד EPRA Earnings מותאם ל- IFRS ולכן מתאים יותר לשימוש בישראל.

הרציונל דומה לזה של ה- FFO. הרווח הנקי לפי IFRS לא משקף את יכולתן של חברות נדלן מניב לחלק דיווידנדים, משום שהוא מביא בחשבון רווחי שערך שטרם מומשו. מטרת EPRA Earnings היא להציג את הרווח מהכנסות תפעוליות בלבד של הנכסים המניבים (או רווחים תפעוליים אחרים, אם יש כאלה). הטבלה בעמוד הבא מציגה את החישוב המדויק כמו גם את החישוב של EPRA Earnings למניה.

| A. EPRA Earnings | In thousands euro/pounds etc |
|--|------------------------------------|
| Earnings per IFRS income statement | xxx |
| Adjustments to calculate EPRA Earnings, exclude: | |
| (i) Changes in value of investment properties, development properties held for investment and other interests | x |
| (ii) Profits or losses on disposal of investment properties, development properties held for investment and other interests | x |
| (iii) Profits or losses on sales of trading properties including impairment charges in respect of trading properties | x |
| (iv) Tax on profits or losses on disposals | x |
| (v) Negative goodwill / goodwill impairment | x |
| (vi) Changes in fair value of financial instruments and associated close-out costs | x |
| (vii) Acquisition costs on share deals and non-controlling joint venture interests | x |
| (viii) Deferred tax in respect of EPRA adjustments | x |
| (ix) Adjustments (i) to (viii) above in respect of joint ventures (unless already included under proportional consolidation) | x |
| (x) Non-controlling interests in respect of the above | x |
| EPRA Earnings | xxx |
| EPRA Earnings per Share (EPS) | x |
| Company specific adjustments: | |
| (a) Company specific adjustment 1 | yyy |
| (b) Company specific adjustment 2 | yyy |
| Company specific Adjusted Earnings | yyy |
| Company specific Adjusted EPS | y |

EPRA Net Initial Yield

מדד זה מציג את התשואה המגולמת בתיק, על פי EPRA. יש להעיר שלמרות שמדובר בתשואה מגולמת בתיק הנכסים כולו, EPRA מעודדת את החברות להציג תשואות נפרדות עבור המגזרים השונים שכלולים בתיק, ואף מעודדת תשואה נפרדת עבור כל נכס מהותי.

בכל מקום שהחברה מציגה נתון תשואה אחר שלא על פי נוסחת EPRA, כפי שנוהגות החברות בישראל, עליה להציג תחשיב התאמה לתשואה המגולמת על פי EPRA.

ישנם שני מדדי תשואה מגולמת על פי EPRA -

תשואה ראשונית נקייה (Net Initial Yield)
תשואה עם מילואים (Topped-up Yield)

תשואה ראשונית נקייה מביאה בחשבון במכנה את סך שווי הנכסים המניבים בפועל בתיק הנכסים של החברה (=נדלן להשקעה ללא קרקעות וללא נכסים בהקמה) בתוספת עלויות עסקה.

(שימו לב להבדל בולט עם הנהוג בישראל בחישוב תשואה - אצלנו לא נהוג להוסיף במכנה עלויות עסקה)

תשואה ראשונית נקייה מביאה בחשבון במונה את סך ההכנסות התפעוליות (=דמי שכירות + הכנסות תפעוליות אחרות כמו רווחי חברת הניהול) פחות הוצאות תפעול. כלומר, את ה- NOI (הכנסה תפעולית נקייה).

תשואה עם מילואים דומה לתשואה ראשונית נקייה, בהבדל אחד שבמונה היא מתעלמת מתמריצים לשוכר כמו תקופות שאילה (= "גרייס") ובמקום זאת כוללת את דמי השכירות שיתקבלו בסוף תקופת התמריץ.

הטבלה להלן מראה את אופן החישוב המדויק.

| C. EPRA NIY and 'topped-up' NIY disclosure ¹ | In thousands euros/pounds etc | |
|--|-------------------------------|-----------|
| Investment property – wholly owned | | x |
| Investment property – share of JVs/Funds | | x |
| Trading property (including share of JVs) | | x |
| Less: developments | | (x) |
| Completed property portfolio | | xxx |
| Allowance for estimated purchasers' costs | | x |
| Gross up completed property portfolio valuation | B | xxx |
| Annualised cash passing rental income | | x |
| Property outgoings | | (x) |
| Annualised net rents | A | xxx |
| Add: notional rent expiration of rent free periods or other lease incentives ^{2,3} | | x |
| Topped-up net annualised rent | C | xxx |
| EPRA NIY | A/B | x% |
| EPRA 'topped-up' NIY⁴ | C/B | x% |

¹ Disclosure of EPRA net yield calculations on a segmental basis is encouraged.

² Adjustment for unexpired lease incentives such as rent-free periods, discounted rent periods and step rents. The adjustment includes the annualised cash rent that will apply at the expiry of the lease incentive.

³ Companies should disclose the period over which their rent-frees expire in a footnote (or the weighted average if management's view is that this gives a clearer picture).

⁴ Companies who choose to publish additional yields are encouraged to provide a reconciliation showing the specific adjustments from the EPRA NIY to this company specific yield.

EPRA LTV

מדד EPRA LTV הוא האחרון שפותח ונוסף לקווים המנחים לפני שנתיים, לאחר סבב התיעצויות ארוך עם מחזיקי עניין שונים. בין היתר, EPRA מתייעצת באופן קבוע עם חברי פאנל יועצים ייעודי שכולל נציגים מכל הפירמות של ה-Big Four.

יחס חוב לשווי (Loan-to-Value, LTV) הוא יחס מוכר היטב בהקשר של דיווחי חברות. עם זאת, לא קיימת הגדרה אחת ומקובלת שמראה כיצד לחשב ולדווח את ה-LTV. משקיעים, אנליסטים וגופי מימון התלוננו על חוסר העקביות שבו מחושב ה-LTV בחברות גדולות ובמדינות שונות. מכאן החשיבות של הגדרה

| F. EPRA LTV Metric | Group € M as reported | Proportionate Consolidation | | | Combined € M |
|--|-----------------------|-----------------------------|----------------------------------|-------------------------------|--------------|
| | | Share of Joint Ventures € M | Share of Material Associates € M | Non-controlling Interests € M | |
| Include: | | | | | |
| Borrowings from Financial Institutions | X | X | X | X | X |
| Commercial paper | X | X | X | X | X |
| Hybrids (including convertibles, preference shares, debt, options, perpetuals) | X | X | X | X | X |
| Bond loans | X | X | X | X | X |
| Foreign currency derivatives (futures, swaps, options and forwards) | X | X | X | X | X |
| Net payables | X | X | X | X | X |
| Owner-occupied property (debt) | X | X | X | X | X |
| Current accounts (equity characteristic) | X | X | X | X | X |
| Exclude: | | | | | |
| Cash and cash equivalents | X | X | X | X | X |
| Net Debt (a) | xxx | xxx | xxx | xxx | xxx |
| Include: | | | | | |
| Owner-occupied property | X | X | X | X | X |
| Investment properties at fair value | X | X | X | X | X |
| Properties held for sale | X | X | X | X | X |
| Properties under development | X | X | X | X | X |
| Intangibles | X | X | X | X | X |
| Net receivables | X | X | X | X | X |
| Financial assets | X | X | X | X | X |
| Total Property Value (b) | xxx | xxx | xxx | xxx | xxx |
| Optional: | | | | | |
| Real Estate Transfer Taxes | X | X | X | X | X |
| Total Property Value (incl. RETTs) (c) | xxx | xxx | xxx | xxx | xxx |
| LTV (a/b) | xxx | | | | xxx |
| LTV (incl. RETTs) (a/c) (optional) | xxx | | | | xxx |

מדויקת שתאפשר אחידות והשוואתיות ו-EPRA היא הראשונה שלקחה על עצמה לבצע זאת.

מדד EPRA LTV מבצע התאמות לדיווחי IFRS. להרחבה בעניין ראו בקווים המנחים.

שלושת העקרונות הראשיים שנמצאים בבסיס החישוב של EPRA LTV הם-

כל הון שאינו הון עצמי (שהשווי שלו מצטבר לבעלי המניות בחברה) ייחשב לחוב, ללא תלות באופן מיונו ב-IFRS

מדד EPRA LTV מחושב על בסיס איחוד יחסי ולכן יכול את החלק היחסי של הקבוצה בחובות נטו ובנכסים נטו של כל מיזם משותף או שותפים מהותיים.

דוגמא מתוך הדוחות השנתיים של PSP

לא תיארו את כל תוכן הקווים המנחים של EPRA (דיווח וגילוי), אולם נתחיל להמחיש אותם באמצעות הדוח השנתי לשנת 2023 של PSP Swiss Property, חברת הנדלן המניב הגדולה בשווייץ. החברה זוכה כל שנה במדליית זהב של EPRA על עמידה בקווים המנחים (דיווחים כספיים, ישנם גם קווים מנחים נפרדים לדיווח וגילוי בנושאי קיימות, אותן נסקור בהמשך).

EPRA Performance Measures

Summary table EPRA performance measures

| Measure | Definition | Purpose | 2022 | 2023 |
|---------------------------------------|---|--|------------|------------|
| 1 EPRA EARNINGS | Earnings from operational activities. | A key measure of a company's underlying operating results and an indication of the extent to which current dividend payments are supported by earnings. | CHF 4.66 | CHF 7.17 |
| 2 EPRA NAV METRICS | EPRA Net Reinstatement Value: Assumes that entities never sell assets and aims to represent the value required to rebuild the entity. | | CHF 139.42 | CHF 137.10 |
| | EPRA Net Tangible Assets: Assumes that entities buy and sell assets, thereby crystallising certain levels of unavoidable deferred tax. | The EPRA NAV set of metrics make adjustments to the NAV per the IFRS financial statements to provide stakeholders with the most relevant information on the fair value of the assets and liabilities of a real estate investment company, under different scenarios. | CHF 136.97 | CHF 134.75 |
| | EPRA Net Disposal Value: Represents the shareholders' value under a disposal scenario, where deferred tax, financial instruments and certain other adjustments are calculated to the full extent of their liability, net of any resulting tax. | | CHF 118.55 | CHF 115.94 |
| 3 (i) EPRA NET INITIAL YIELD (NIY) | Annualised rental income based on the cash rents passing at the balance sheet date, less non-recoverable property operating expenses, divided by the market value of the property, increased with (estimated) purchasers' costs. | A comparable measure for portfolio valuations. | 3.1% | 3.2% |
| | (ii) EPRA "TOPPED-UP" NIY This measure incorporates an adjustment to the EPRA NIY in respect of the expiration of rent-free periods (or other unexpired lease incentives such as discounted rent periods and step rents). | This measure should make it easier for investors to judge themselves, how the valuation of portfolio X compares with portfolio Y. | 3.1% | 3.3% |
| 4 EPRA VACANCY RATE | Estimated Market Rental Value (ERV) of vacant space divided by ERV of the whole portfolio. | A "pure" (%) measure of investment property space that is vacant, based on ERV. | 3.2% | 3.8% |
| 5 EPRA COST RATIOS | Administrative & operating costs (including costs of direct vacancy) divided by gross rental income. | | 17.9% | 16.6% |
| | Administrative & operating costs (excluding costs of direct vacancy) divided by gross rental income. | A key measure to enable meaningful measurement of the changes in a company's operating costs. | 16.7% | 15.6% |
| 6 EPRA LTV | Debt divided by market value of the property. | A key (shareholder-gearing) metric to determine the percentage of debt comparing to the appraised value of the properties. | 33.5% | 35.7% |

The details for the calculation of the EPRA performance measures are shown in the following tables.

בטבלה בעמוד הקודם, שמופיעה בעמוד 123 של הדוח השנתי של PSP, ניתן לראות את סיכום מדדי הביצועים לפי EPRA (כולל כאלה שעדיין לא נגענו בהם). ראוי לציין שרואה החשבון המבקר של PSP (פירמת EY) מאשר בנפרד את הדיווח על מדדי הביצועים של EPRA, זאת בנוסף לאישור רואה החשבון לדוחות הכספיים עצמם. בישראל הדיווחים הנוספים של חברות הנדלן "בדוחות ברנע" אינן מבוקרות על ידי רואי החשבון.

מדיניות שמאית. כפי שראינו, EPRA ממליצה על הערכת שווי על ידי שמאי חיצוני לפחות אחת לשנה, של כלל הנדלן הכלול בתיק ההשקעות. PSP מצהירה שהיא מבצעת כזו הערכת שווי פעמיים בשנה, על ידי השמאים החיצוניים המועסקים על ידה, פירמת Wüest Partner. מעניין שלדוח השנתי של PSP מצורף מכתב מאת השמאים, בדומה למכתב רואי החשבון. מכתב השמאים גם מפרט על ההנחות בהערכות השווי ונתונים נוספים. כל הערכות השווי נעשו בשיטת ה-DCF, שבדרך כלל אינה משמשת בישראל (להוציא המקרה היחיד של שכירות ארוכת טווח, בה השימוש בשיטת DCF מומלץ בקווים המנחים של השמאי הממשלתי בישראל). ראוי לציין שהשותפים החתומים על המכתב של Wüest הם כולם חברי RICS בישראל, רון כהן הוא השמאי היחיד שמוסמך על ידי RICS.

גילוי ודיווח לגבי הנדלן להשקעה

חלק זה בקווים המנחים של EPRA, שמופיע בסעיף 4.3 לקווים המנחים, מעניין אותנו במיוחד, מתוך סקרנות להשוות עם ישראל, שבה קיימות הוראות דיווח וגילוי מקבילות (תודות לעבודה שנעשתה בזמן ברשות ניירות ערך Israel Securities Authority בהובלת רוי"ח Yevgeni Ostrovsky, כיום שותף בסומך חייקין KPMG Israel). הפירוט שקיים בישראל, הוא שאיפשר לבנות את מדד הנדלן המניב הישראלי (נבנה על ידי פורום הנדלן הישראלי (IREF) Israel Real Estate Forum ומשרד רון כהן יעוץ ושמאות).

להלן הפירוט המחויב בישראל, עם השוואה לקווים המנחים של EPRA-

טבלה שמפרטת את השטחים המניבים בתיק הנדלן של החברה, בחלוקה לפי מגזרים (משרדים, מסחר, תעשייה/לוגיסטיקה ועוד). הקווים המנחים של EPRA ממליצים על פירוט השטחים להשכרה, אולם הם מותרים את אופן החלוקה, לפי מגזרים ו/או אזורים, לשיקול דעתה של החברה.

טבלה שמפרטת את השווי ההוגן של הנכסים המניבים, לפי חלוקה למגזרים. גם הקווים המנחים של EPRA ממליצים על פירוט כזה, לפי חלוקה למגזרים ו/או אזורים, אולם החלוקה נתונה לשיקול דעתה של החברה. למשל, הדוח להלן של PSP Swiss Property מפרט את השווי ההוגן של הנדלן בחלוקה לאזור ציריך (59% מהשווי), ז'נבה (15% מהשווי), בזל (7% מהשווי), ברן (6%), לוזאן (3%) ושאר האזורים (4%, לא מסתכם ל-100% אולי משום שיש גם נדלן מחוץ לשוויץ). אולם הוא לא מפרט את החלוקה לפי מגזרים, כפי שמחייבות החברות בישראל.

Portfolio key figures²

| A Zurich area | 59% | B Geneva area | 15% |
|--------------------|------------------------|--------------------|-----------------------|
| Portfolio value | CHF 5.7 billion | Portfolio value | CHF 1.5 billion |
| Rental income | CHF 195.3 million | Rental income | CHF 48.3 million |
| Implied yield, net | 3.2% | Implied yield, net | 2.7% |
| Vacancy rate | 3.2% | Vacancy rate | 2.3% |
| Rentable area | 570 334 m ² | Rentable area | 92 550 m ² |
| C Basel area | 7% | D Bern area | 6% |
| Portfolio value | CHF 0.6 billion | Portfolio value | CHF 0.6 billion |
| Rental income | CHF 24.4 million | Rental income | CHF 23.6 million |
| Implied yield, net | 3.1% | Implied yield, net | 3.4% |
| Vacancy rate | 8.0% | Vacancy rate | 1.3% |
| Rentable area | 86 741 m ² | Rentable area | 93 037 m ² |

(פירוט לפי אזורים גיאוגרפיים יכול היה להועיל גם בישראל. יש מעט חברות שמדווחות על כך, אך הרוב לא עושות זאת. פירוט כזה היה מאפשר לנו למשל לדווח על שיעורי היוון בחלוקה למחוזות בישראל.)

-טבלה שמפרטת את ה- NOI, בחלוקה למגזרים. הקווים המנחים של EPRA ממליצים על פירוט ההכנסות נטו משכירות, לפי חלוקה לפי שיקול דעתה של החברה.

-טבלה שמפרטת את השיעורים, בחלוקה למגזרים. הקווים המנחים של EPRA לא מזכירים פירוט כזה. ואולם ייתכן שהדבר מובלע בפער שבין הרווח לפי IFRS, לבין ה- FFO (EPRA Earnings), נושא שצריך עיון.

מידע נוסף שכלול בדוחות הישראלים וגם הוא מומלץ להיכלל לפי EPRA-

-נתונים על תשואות מגולמות (בישראל חסרה אחידות באופן החישוב, שלא נעשית לפי כללי EPRA)

-מידע על נכסים מהותיים

מידע שמומלץ להיכלל לפי הקווים המנחים של EPRA ולא נכלל בדוחות הישראלים-

חלוקת ההכנסות משכירות לפי סוג השוכרים (היי טק, מסחר, שירותים פיננסיים, שירותים מקצועיים, טיפול רפואי, גופים ציבוריים וכו')

פירוט השוכרים הגדולים (למשל חברת הבזק של שוויץ אחראית ל- 7% מההכנסות של PSP וחברת Google אחראית ל- 4%)

והנתון החשוב ביותר שחסר מהדוחות הישראלים- נתונים מפורטים על ה- CAPEX.

גילוי ודיווח לגבי CAPEX

לפי הקווים המנחים, על חברות הנדלן להציג ניתוח מפורט של הוצאות הוניות (Capital Expenditure) לפי הפירוט להלן. מותר לחברה להציג חלוקה אחרת, אם לדעתה היא רלוונטית יותר לעסק, אך הדבר דורש הסבר על הסיבה לחריגה.

הדרישות הן-

- על הדוחות הכספיים או מידע הנוסף להם לכלול סעיף נפרד על הוצאות הוניות, כולל טבלה בדומה לטבלה שמוצגת לעיל. כמו כן הסברים קצרים על המרכיבים המרכזיים של כל פריט בטבלה.
- ככל וניתן המידע בטבלה צריך להתקשר לדוחות הכספיים ולהיות מוצג על בסיס צבירה. הקווים המנחים מעודדים המרה לסכומים במזומן והתאמת המאזנים ישירות לדוח על תזרים המזומנים. כדי לסייע בניתוח נוסף, על החברות לגלות מידע השוואתי על השנה הקודמת.
- יש להציג מידע על מיזמים משותפים בנפרד מנכסים בבעלות מלאה ולדווח עליהם באופן יחסי לשיעור הבעלות.

המרכיבים שלפיהם יש לפצל את ההוצאות ההוניות הם-

1. רכישות. הסכום שהוצא על רכישת נדלן להשקעה (כולל עלויות עסקה מהוונות).
2. יזמות. הסכום שהוצא על פרויקטים בבנייה (כולל עלויות פנימיות מהוונות).
3. נדלן להשקעה. הסכום שהוצא על הנדלן להשקעה (התפעולי/המניב) הקיים בתיק. מומלץ לפצל זאת לתתי המרכיבים הבאים-

- הוצאות ששימשו ליצירת שטח להשכרה נוסף
- הוצאות ששימשו לשדרוג השטח להשכרה הקיים.

Suggested Table

| Property-related CapEx | | | |
|---|------------------------------------|---|----------------|
| 20xx | | | |
| | Group (excl. Joint Ventures) | Joint Ventures (proportionate share) | Total Group |
| Acquisitions | | | |
| Development | | | |
| Investment properties | | | |
| Incremental lettable space | | | |
| No incremental lettable space | | | |
| Tenant incentives | | | |
| Other material non-allocated types of expenditure | | | |
| Capitalised interest (if applicable) | | | |
| Total CapEx | | | |
| Conversion from accrual to cash basis | | | |
| Total CapEx on cash basis | | | |

- הוצאות הקשורות לתמריצים שניתנו לשוכרים, כגון השתתפות בעלויות גימור והיוון של הפחתות הקשורות להוצאות הקשורות לתמריצי שוכרים

4. הוצאות מימון מהוונות. יש לכלול בניתוח גם את הוצאות המימון המהוונות, ככל ואלו נכללות בהגדרה של הוצאות הוניות בדוחות הכספיים.

הקווים המנחים מעודדים חברות לכלול פרטים נוספים על הוצאות הוניות על פי מגזר ו/או אזור גאוגרפי, ככל והדבר רלוונטי.

השלמנו לעת עתה את התקציר שלנו לגבי הקווים המנחים של EPRA בנושאי גילוי ודיווח. ואולם לא נגענו בנושאים רבים נוספים הכלולים בהם. בעתיד נכתוב תקציר דומה על הקווים המנחים המקבילים בנושאי קיימות. לכל המעוניינים בהעתק מהקווים המנחים עצמם ניתן לפנות בכתב למייל index@roncohen.co.il

השירותים שלנו

יעוץ והערכות שווי למטרות הבאות

- ✓ חוות דעת מומחה לבתי משפט
- ✓ מיסוי, היטל השבחה, הפקעות ופיצויים על ירידת ערך
- ✓ בדיקות נאותות וניתוח כדאיות השקעות ורכישה
- ✓ תשקיפי חברות וגיוסים
- ✓ דוחות כספיים ושמאויות לפי תקן 17.1

הערכות השווי שלנו הן עבור נכסי נדל"ן ותיקי השקעות במגזרים הבאים



המגזר הכפרי



חוות שרתים



דיור להשכרה ודיור בר השגה



תעשייה ולוגיסטיקה



מסחר



משרדים

שמאות במספרים — **3,750 מיליון ש"ח** היקף השווי שהוערך על ידנו בשנה האחרונה



כל הזכויות שמורות לרון כהן יעוץ ושמאות 2024. המידע הכלול במסמך זה עלול לכלול טעויות או חוסרים. הוא מובא ללא אחריות לדיוק ולשלמות.

רון כהן
יעוץ ושמאות

